

**投资评级 优于大市 维持**

## 龙头地位稳固，持续成长可期

### 股票数据

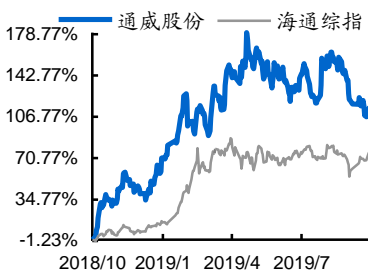
10月25日收盘价(元)	12.87
52周股价波动(元)	5.86-16.78
总股本/流通A股(百万股)	3883/3883
总市值/流通市值(百万元)	49969/49969

### 相关研究

《硅料盈利有望提升，电池片价格或将触底反弹》2019.08.16

《硅料电池双料龙头，开启高速增长新周期》2019.04.20

### 市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-2.9	-13.2	-9.7
相对涨幅(%)	-3.6	-15.2	-10.9

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:张一弛

Tel:(021)23219402

Email:zyc9637@htsec.com

证书:S0850516060003

分析师:徐柏乔

Tel:(021)23219171

Email:xbq6583@htsec.com

证书:S0850513090008

### 投资要点:

- 事件。**公司于10.25公布2019年三季报，前三季度实现营业收入280.25亿元，同比增长31.03%；归母净利润22.43亿元，同比增长35.24%；按单季度拆分，Q3单季度实现营业收入119.01亿元，同比增长33.32%；归母净利润7.92亿元，同比增长7.02%。
- 硅料：新产能效果逐渐显现。**根据公司半年报，公司原有的2万吨高纯晶硅产能实现满产满销，包头和乐山各2.5万吨新建产能已分别于2019年3月、6月达到了100吨/天的产量，生产成本符合4万元/吨以内的既定目标，单晶用料占比将陆续在2019年Q3-Q4达到80%-85%的高效水平；根据PVInfolink，3季度多晶硅价格稳定，致密料维持在75-76元/KG，菜花料维持在57-60元/KG，考虑公司硅料19年达产时间，以及单晶用料的爬坡，我们认为新产能效果在19年并没有充分体现，展望20年，我们认为硅料价格依然将保持稳定，新产能充分发挥效果将拉动硅料业务的增长。
- 电池：价格有望反弹，逆市持续扩张巩固龙头地位。**根据PVInfolink，单晶PERC电池最高价/均价分别从3季初的1.15/1.12元/W下降至3季末的0.95/0.91元/W，我们认为4季度是国内装机旺季，将有望提升行业景气度，电池片价格近期已经企稳，预计4季度价格有望稳中有升；根据公司半年报，公司启动了成都四期和眉山一期高效晶硅电池项目，公司预计2019年年底至2020年上半年相继建成投产，届时公司太阳能电池产能规模进一步扩大至20GW，我们认为公司在电池片价格相对低位的时期仍坚持逆市扩张，可以彰显公司对自身成本控制的信心，并有助于巩固龙头地位。
- 20年国内需求增长可期。**我们认为，由于19年光伏第一年实行“竞价”政策，相关政策的制定出台时间较长，最终的竞价结果于7.11日出台，导致装机时间窗口短，可能有部分需求19年无法完成要延续到20年，而20年政策具有一定连贯性，政策落地大概率要明显早于19年，两年的竞价需求有望产生叠加，助力行业增长。
- 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2019-21年归母净利润分别为27.96、40.39、53.00亿元，EPS分别为0.72、1.04、1.36元；参考19年同行业可比估值，按照2019年20-25倍PE，对应合理价值区间14.40-18.00元，给予“优于大市”评级。
- 风险提示。**政策波动；竞争加剧；新技术替代；产品价格波动。

### 主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	26092	27535	35500	46091	56210
(+/-)YoY(%)	24.9%	5.5%	28.9%	29.8%	22.0%
净利润(百万元)	2008	2019	2796	4039	5300
(+/-)YoY(%)	96.0%	0.5%	38.5%	44.5%	31.2%
全面摊薄EPS(元)	0.52	0.52	0.72	1.04	1.36
毛利率(%)	19.4%	18.9%	19.1%	19.9%	20.3%
净资产收益率(%)	15.1%	13.7%	15.9%	18.7%	19.7%

资料来源：公司年报(2017-2018)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

表 1 可比上市公司估值对比

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS(元)			PE (x)		
		10月24日	10月24日	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
<b>新能源行业</b>									
601012.SH	隆基股份	23.26	877.49	0.68	1.28	1.66	34.30	18.18	13.99
300274.SZ	阳光电源	9.93	144.77	0.56	0.73	0.91	17.88	13.56	10.88
<b>农业行业</b>									
002311.SZ	海大集团	32.80	518.53	0.91	1.14	1.53	36.08	28.88	21.41
002385.SZ	大北农	4.93	209.18	0.12	0.22	0.53	41.27	22.80	9.25
行业平均							<b>32.38</b>	<b>20.86</b>	<b>13.88</b>
600438.SH	通威股份	12.87	499.69	0.52	0.72	1.04	<b>24.75</b>	<b>17.87</b>	<b>12.37</b>

资料来源: 除通威股份外其他公司来自 WIND 一致预期, 海通证券研究所

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标 (元)</b>					<b>营业总收入</b>	<b>27535</b>	<b>35500</b>	<b>46091</b>	<b>56210</b>
每股收益	0.52	0.72	1.04	1.36	营业成本	22327	28726	36939	44778
每股净资产	3.80	4.53	5.57	6.93	毛利率%	18.9%	19.1%	19.9%	20.3%
每股经营现金流	0.80	1.03	1.81	2.17	营业税金及附加	111	142	184	225
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
<b>价值评估 (倍)</b>					营业费用	863	1101	1429	1743
P/E	24.75	17.87	12.37	9.43	营业费用率%	3.1%	3.1%	3.1%	3.1%
P/B	3.39	2.84	2.31	1.86	管理费用	1039	1349	1751	2136
P/S	1.81	1.41	1.08	0.89	管理费用率%	3.8%	3.8%	3.8%	3.8%
EV/EBITDA	14.16	10.99	7.34	4.86	EBIT	2598	3437	4842	6205
股息率%	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	财务费用	316	278	193	70
<b>盈利能力指标 (%)</b>					财务费用率%	1.1%	0.8%	0.4%	0.1%
毛利率	18.9%	19.1%	19.9%	20.3%	资产减值损失	47	52	84	89
净利润率	7.3%	7.9%	8.8%	9.4%	投资收益	76	110	125	140
净资产收益率	13.7%	15.9%	18.7%	19.7%	<b>营业利润</b>	<b>2395</b>	<b>3307</b>	<b>4785</b>	<b>6287</b>
资产回报率	5.2%	7.6%	9.2%	10.0%	营业外收支	3	5	5	5
投资回报率	11.5%	16.0%	26.4%	41.2%	<b>利润总额</b>	<b>2398</b>	<b>3312</b>	<b>4790</b>	<b>6292</b>
<b>盈利增长 (%)</b>					EBITDA	3816	4575	5938	7279
营业收入增长率	5.5%	28.9%	29.8%	22.0%	所得税	367	497	719	944
EBIT 增长率	0.8%	32.3%	40.9%	28.1%	有效所得税率%	15.3%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	0.5%	38.5%	44.5%	31.2%	少数股东损益	12	20	33	48
<b>偿债能力指标</b>					<b>归属母公司所有者净利润</b>	<b>2019</b>	<b>2796</b>	<b>4039</b>	<b>5300</b>
资产负债率	60.4%	50.8%	49.8%	48.0%					
流动比率	0.5	0.6	0.9	1.2	<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
速动比率	0.4	0.4	0.8	1.1	货币资金	3412	1871	8604	16762
现金比率	0.2	0.1	0.5	0.8	应收账款及应收票据	2217	2432	3157	3850
<b>经营效率指标</b>					存货	1586	2164	2783	3374
应收账款周转天数	23.9	25.0	25.0	25.0	其它流动资产	1530	1541	1768	1985
存货周转天数	27.4	27.5	27.5	27.5	流动资产合计	8745	8008	16312	25971
总资产周转率	0.9	0.9	1.1	1.2	长期股权投资	282	332	382	432
固定资产周转率	1.9	2.2	3.1	4.0	固定资产	16754	15642	14574	13528
					在建工程	8367	8367	8367	8367
					无形资产	1394	1478	1551	1611
					非流动资产合计	29739	28748	27803	26868
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>资产总计</b>	<b>38484</b>	<b>36757</b>	<b>44116</b>	<b>52839</b>
净利润	2019	2796	4039	5300	短期借款	5276	0	0	0
少数股东损益	12	20	33	48	应付票据及应付账款	6304	6296	8602	11041
非现金支出	1265	1190	1180	1163	预收账款	1187	1420	1844	2248
非经营收益	316	142	120	105	其它流动负债	5992	6459	7017	7549
营运资金变动	-512	-154	1642	1796	流动负债合计	18759	14176	17463	20839
<b>经营活动现金流</b>	<b>3100</b>	<b>3994</b>	<b>7013</b>	<b>8413</b>	长期借款	690	690	690	690
资产	-7095	-103	-105	-95	其它长期负债	3808	3808	3808	3808
投资	585	-50	-50	-50	非流动负债合计	4498	4498	4498	4498
其他	68	110	125	140	<b>负债总计</b>	<b>23257</b>	<b>18674</b>	<b>21961</b>	<b>25337</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-6442</b>	<b>-43</b>	<b>-30</b>	<b>-5</b>	实收资本	3882	3883	3883	3883
债权募资	4771	-5276	0	0	普通股股东权益	14738	17574	21613	26913
股权募资	92	0	0	0	少数股东权益	489	509	541	589
其他	-1585	-216	-250	-250	<b>负债和所有者权益合计</b>	<b>38484</b>	<b>36757</b>	<b>44116</b>	<b>52839</b>
<b>融资活动现金流</b>	<b>3277</b>	<b>-5492</b>	<b>-250</b>	<b>-250</b>					
<b>现金净流量</b>	<b>-65</b>	<b>-1541</b>	<b>6733</b>	<b>8158</b>					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

丁频 农林牧渔行业  
张一弛 电力设备及新能源行业  
徐柏乔 电力设备及新能源行业  
陈佳彬 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 新希望,生物股份,普莱柯,海大集团,益生股份,中牧股份,仙坛股份,登海种业,正邦科技,唐人神,中联生物,民和股份,禾丰牧业,通威股份,温氏股份,隆平高科,圣农发展,立华股份

### 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
<b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。